证券研究报告——百货行业深度

百货何以不“惑”，唯有变革提效

证券分析师：张峻豪
电话：021-60933168
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

证券分析师：冯思捷
电话： 15219481534
证券投资咨询执业资格证书编码： S0980520040002

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
证券投资咨询执业资格证书编码： S0980511040003

证券分析师：钟潇
电话： 0755-82132098
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003

2020年8月03日

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资要点：把握消费回流趋势，关注区域龙头转型成效

■ **百货板块的投资机遇怎么抓：短看主题催化，长看龙头经营**

复盘板块10年表现来看，受宏观经济波动，居民消费习惯变迁等影响，百货板块基本面整体处于下行趋势，行业整体难有内生成长逻辑，因而其行情机遇往往来自于主题性投资机会，包括与其**开拓新兴渠道相关的免税和新零售主题，以及与企业效率提升相关的国改主题等**，通过打开新成长想象空间，提振板块估值。但**最终的基本面兑现过程中，板块内部依旧分化明显**，其中龙头公司凭借较强运营和转型执行力，仍能穿越周期实现业务扩张和经营提效。

■ **百货渠道价值尚存，转型升级可实现降本增效**

百货整体来看仍然是重要消费渠道，当前正利用商品集中可触达、消费场景多元丰富的优势，通过全渠道购物体验吸引着一部分高价值顾客，全国商场客流指数从2016Q1的98.4上升至了2019Q3的115.2。长期来看，龙头百货公司首先需要具备市场化的运营思维理念，良性灵活的运营管理机制，重点通过数字化转型，强化选址定位、招商运营、消费者服务三大核心环节的经营能力；适时强化自营和完善业态布局，从而有效提升经营和盈利水平。

■ **免税主题提振板块情绪，消费回流为大势所趋**

从当前的主题性投资机遇来看，市内免税有望为百货企业打开新空间。当前国人近70%的免税消费在境外完成，我们通过假设测算，未来各出入境地区免税销售成长空间广阔，若国人离境市内免税店政策正式落地，有助于国内出入境免税市场的有效扩容，其中地方国资百货龙头凭借前期积累的供应链管理优势，优质地段网点的布局，品牌商的合作基础等，形成较强的中高端零售运营实力，未来不排除通过合作等方式，共同分享免税市场大蛋糕。

■ **投资建议：估值局部泡沫，部分龙头仍有修复空间**

目期板块在前期受免税主题催化估值迅速回升后情绪已趋于平缓，而板块整体基本面正在稳步复苏，部分治理能力优质的龙头公司估值仍处历史低位，且免税政策若有实质落地也将带来二次主题性机会。从长期提效方面，具备底层基础设施“云”化、前端触点数字化和互联网运营思维的企业更具优势，推荐积极推进数字化转型的**天虹股份**和已开启国企改革、战略股东具新零售经营优势的**重庆百货**。同时，从主题机遇方面，建议关注已获免税经营资质的**王府井**，以及地处武汉预期有望受益重点政策帮扶的**鄂武商**，和身处全国消费重镇上海的**百联股份等**。

目录

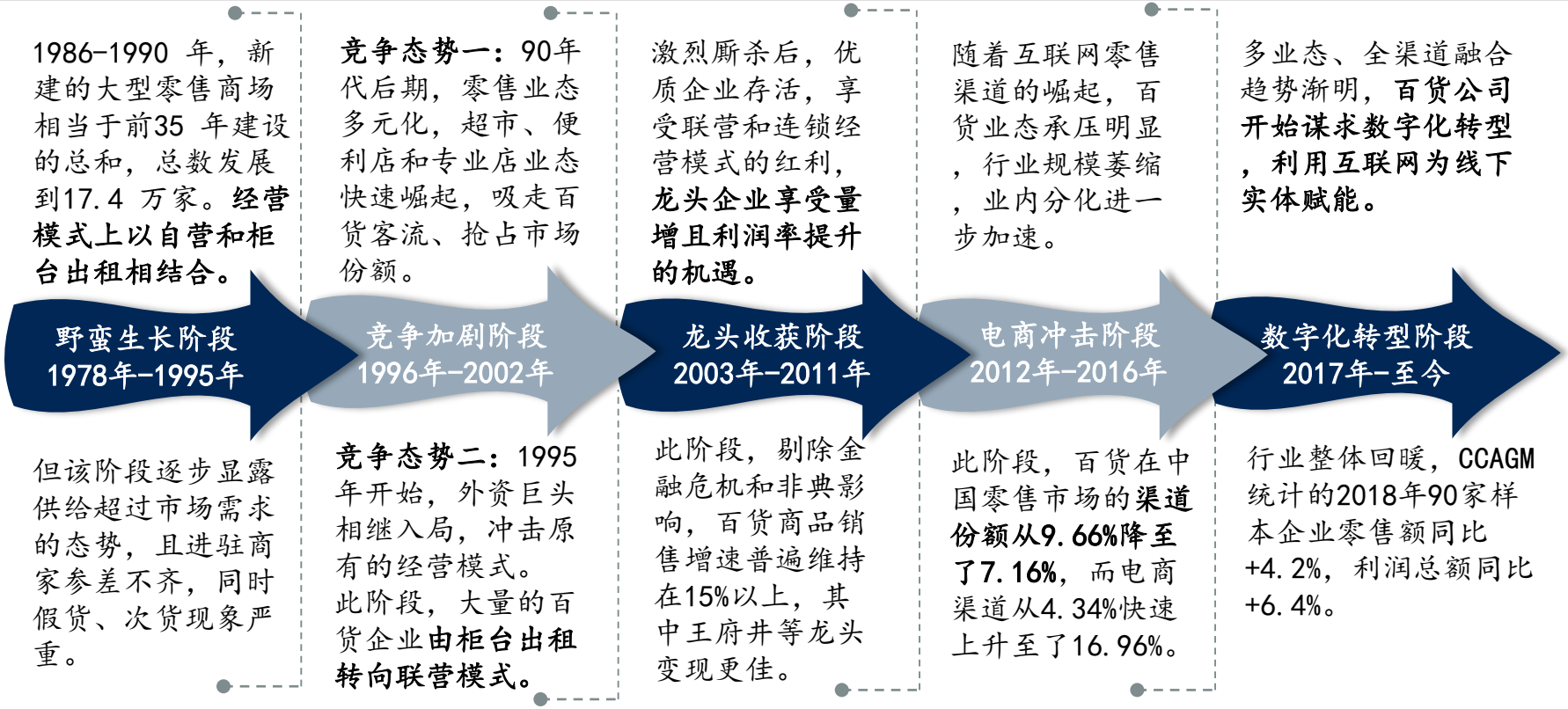
- 行业复盘：消费习惯主导行业变迁，主题催化股价表现
- 行业内功：内生提效，横向扩张
- 业态升级：电商与免税有望成为发力重点
- 投资建议：把握估值修复机遇，享受龙头转型成效
- 风险提示

●行业复盘：消费习惯主导行业变迁，主题催化股价表现

行业发展阶段：百货已过“不惑之年”，数字化转型正当时

- 从改革开放市场化经营算起，中国百货市场已过“不惑之年”，目前正步入全渠道数字化转型的新阶段。**根据行业政策和竞争格局的变化**，我们将中国百货行业自改革开放以来的历史发展大致分为如下五个阶段：

图2：中国百货市场化发展的历史演变过程

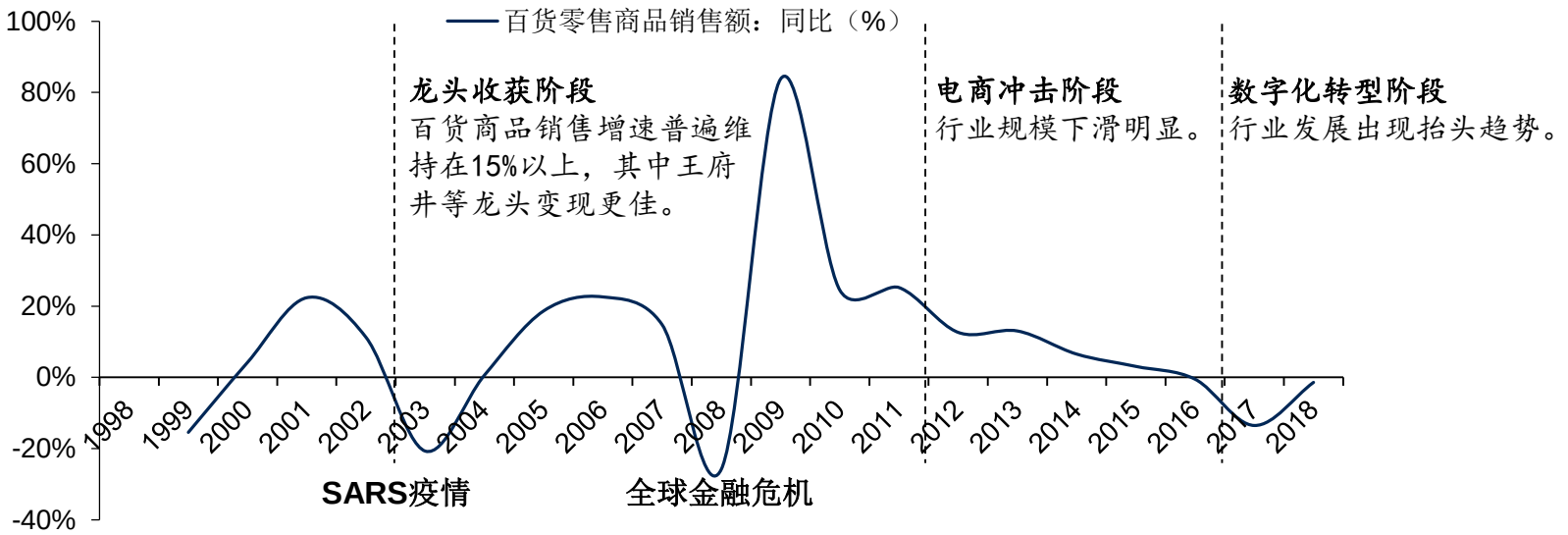


资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

行业发展阶段：百货已过“不惑之年”，数字化转型正当时

- **从实际数据可以看出，**在龙头收获阶段（2003年-2011年），除非典疫请和金融危机的影响外，百货商品销售增速普遍维持在15%以上，其中王府井2004-2007年的营收复合增速达到29.45%。而进入电商冲击阶段（2012年-2016年），百货零售商品销售规模快速下滑，行业增速进入个位数运行阶段。
- 而未来在社会经济发展以及居民消费习惯变迁的背景下，零售业态向着更加个性化的精品店，体验性更强的购物中心以及效率更高的电商业态演进趋势不可逆，传统百货业态整体仍面临一定的客流流失压力。

图3：中国百货商品零售额：同比（%）

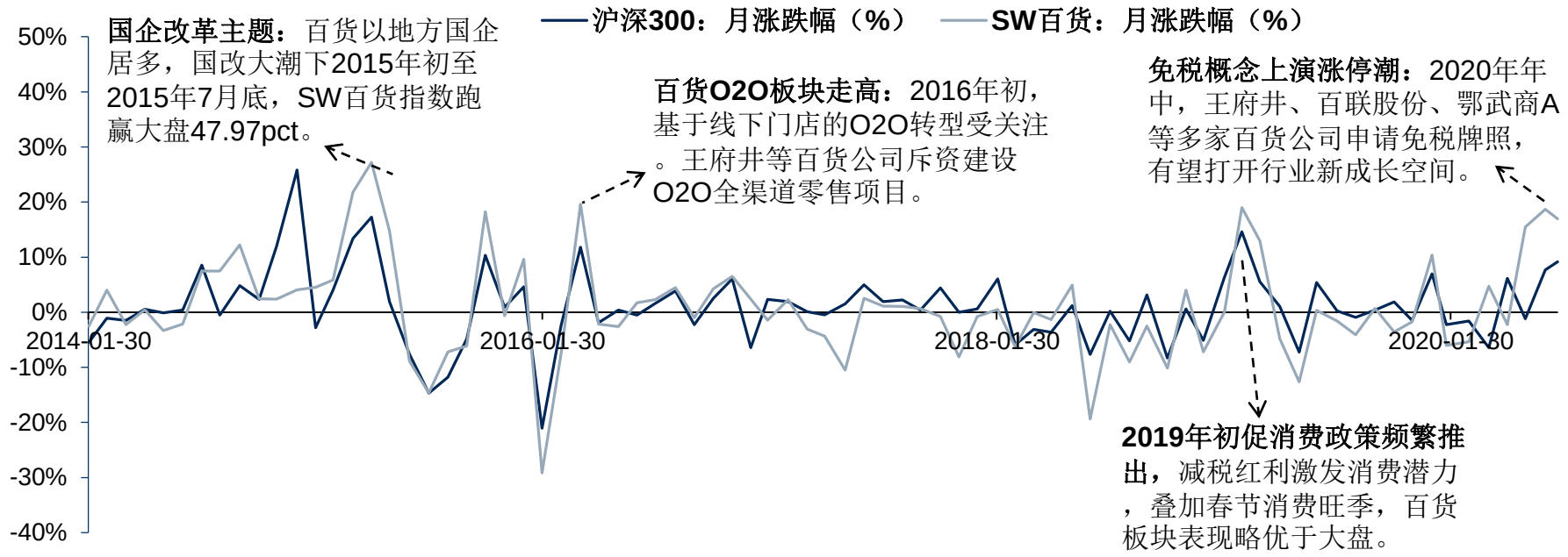


资料来源：Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

股价复盘：近年以主题催化推动为主，有其合理性但落地仍看企业自身运营

- 在2020上半年步入尾声之际，百货板块在免税主题的催化下实现了大幅上涨，5月15日至6月30日，**SW百货指数的涨幅高达30.53%，领先沪深300指数24.11pct**，其中核心概念股王府井同期涨幅达到190.50%。
- 我们对百货板块自2014年以来相对大盘的表现进行了复盘，发现与本波行情类似，百货大行情的发生往往与热门主题催化有关，如国企改革、O2O新零售等。中长期来看，如前文所述，**百货经营仍然面临着外部业态分流、消费增速放缓等多方压力。相关公司要破除发展掣肘，也确实必须持续推进转型升级，相关主题的催化也有一定自身合理性，但最终能否转化为基本面实质利好则需要看企业的经营能力和执行力度。**

图1：SW百货指数2014年以来股价相对大盘的表现情况

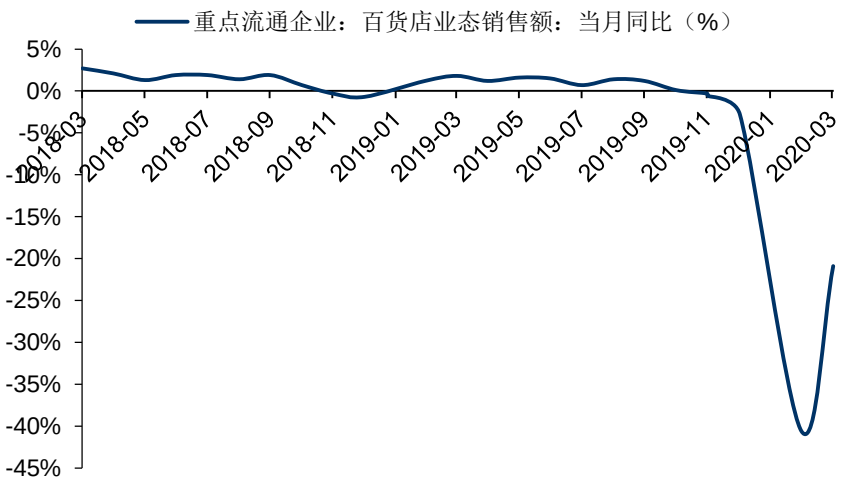


资料来源：Wind、中国证券网、国信证券经济研究所整理

现阶段行业基本面情况：疫情冲击明显，回暖进行时

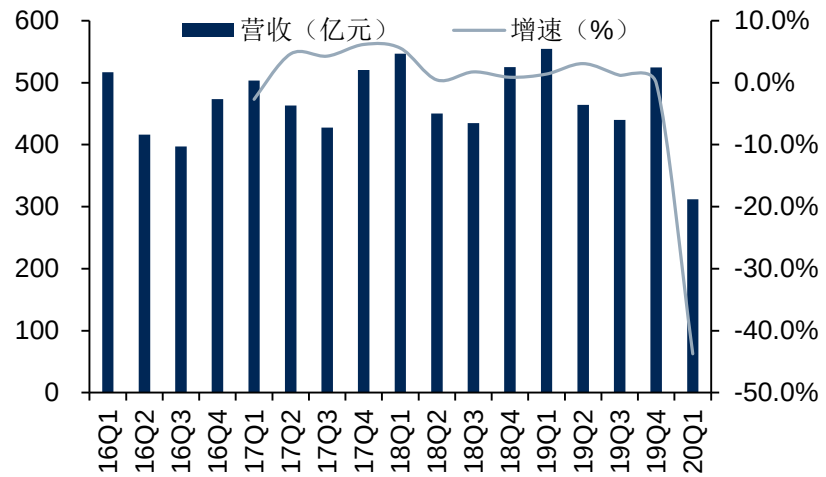
- **疫情影响：**从商务部监测的全国重点百货企业零售额变化情况来看，受疫情影响，今年1-4月百货业态零售额累计同比下滑29.8%，**其中4月同比下滑20.9%，环比有所收窄（+19.70pct），预计5月降幅继续收窄。**同时从上市公司数据来看，2020年Q1受疫情冲击明显，板块Q1营收下滑43.73%；归母净利润方面由于客流量减少叠加费用刚性，同比大幅下降121.95%。
- **但随着复工复产的推进，百货板块线下客流已逐步回暖。**汇客云统计数据显示，全国购物中心客流在三月初步回暖，场均日客流增至8800+，四月进一步回暖至12600+，“五一”小长假场均日客流18600+。不过，在疫情防控常态化的背景下，考虑到百货板块错过了一季度销售旺季，我们预计板块全年业绩仍旧压力较大。但**积极推进数字化转型的龙头企业有望率先复苏**，如天虹股份预计Q2营业收入同比增长9%(同期数据按新收入准则口径调整)。

图4：百货业态重点企业销售额当月同比变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：百货板块分季度营收变化情况

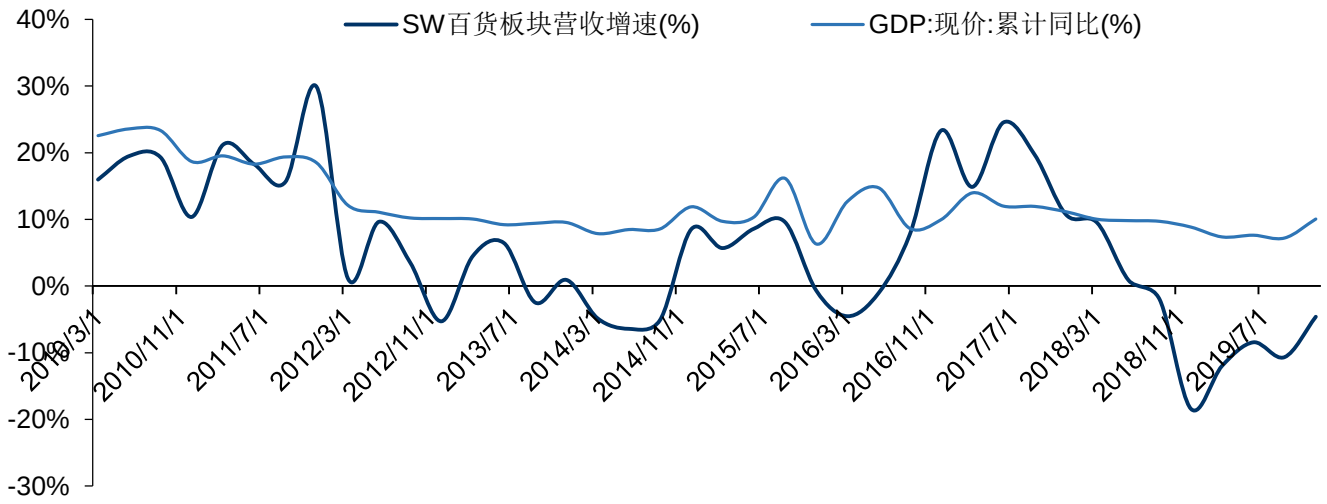


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：考虑了追溯调整的影响

基本面影响因素一：与经济周期相关性较强

- **总体来看，百货板块景气度与宏观经济具有较高的相关性。**从百货上市公司的季度营收数据看，SW百货板块上市公司2010年以来总营收的季度增速与GDP累计增速的相关系数r值达到0.67，两者之间存在较高的相关性，且百货公司总营收的增速波峰与低谷幅度均大于宏观经济增速。
- 我们认为主要在于两方面原因：**1）百货业态属于固定收益类资产**，对宏观经济较敏感；**2）百货销售品类以可选消费品为主**，与宏观经济密切相关，如王府井2019年百货业态中，女装、化妆品、珠宝、男装和运动为销售前 5 类商品，在总销售中占比达到 67%；奥莱业态中，运动、女装、男装和箱包类别为销售前 4 类商品，在总销售中占比达到 93%。

图6：GDP季度增速与百货上市公司季度收入增速对比情况

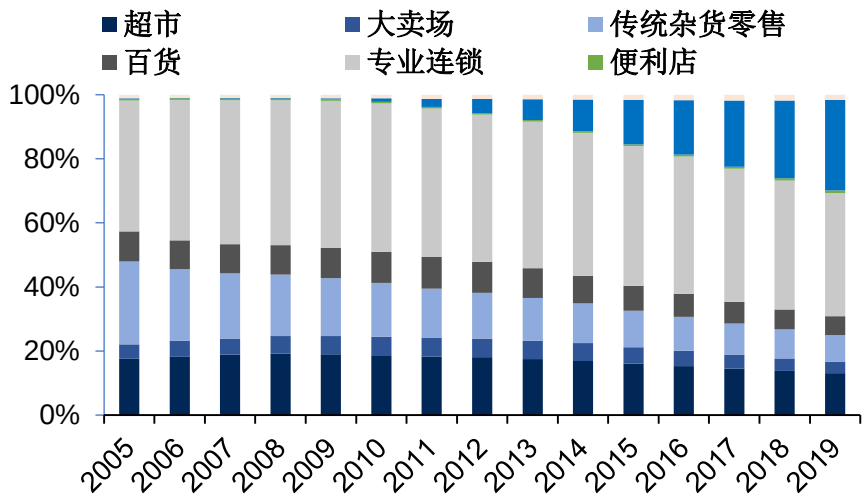


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基本面影响因素二：受居民消费习惯变迁影响

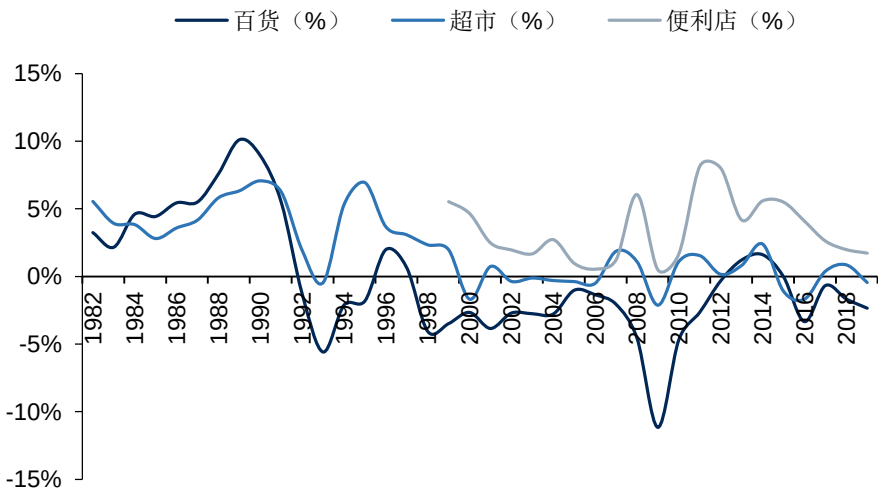
- **而长期来看，受到消费习惯的变迁的影响**，百货渠道在整体中国零售市场中的份额在不断萎缩，从2005年的9.30%下降至了2019年的5.82%，而电商渠道的市场占比快速上涨，从2005年的仅0.14%上涨至了2019年的28.24%。不过，从市场数据我们也可以看到**百货渠道近两年的下滑速度相较于2014-2017年有所减缓。**
- 对标日本市场，在与我国现阶段社会经济状况类似的日本20世纪80年代。这一时期民众可支配收入达到一定程度而经济增速放缓，**伴随消费升级、消费观念变迁以及家庭小型化和购物便利化**，消费的业态选择以及产品偏好都在变化，比如具备社交场景化的购物中心和精品超市越来越多，同时个性化高性价比产品受到追捧。
- **零售业态变迁是一个相对缓慢的过程，但疫情扮演催化剂的角色，一次性出清了百货业态的低效产能**，行业在大破大立中迎来新生，也将凸显百货业态核心价值环节，优质百货企业也将在积极转型中获得发展动能。

图7：中国零售各业态渠道份额的变化过程



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图8：日本主要零售渠道的销售额同比变化情况

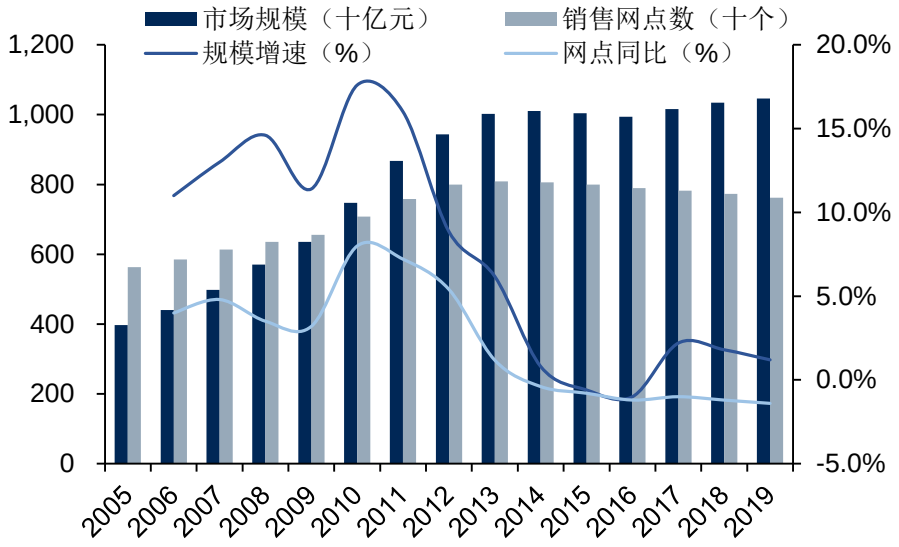


资料来源：日本经济产业省、国信证券经济研究所整理

目前竞争格局：区域性特征明显，集中度相对较低

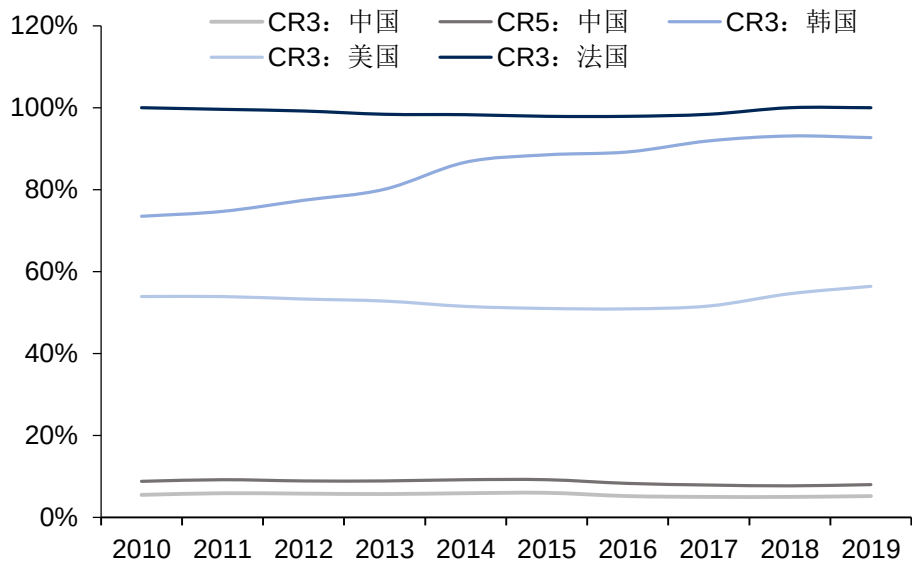
- 竞争格局方面，中国百货企业大多在成立之初便具有地方国营属性，形成了较强的区域属性，规模体量也不尽相同。据Euromonitor统计数据，**截至2019年底，中国共有百货销售网点7600家，较2018年底减少108家**，整体数量上呈现下降趋势，预计今年受疫情影响将进一步加速出清。
- 市场规模和集中度方面，**截至2019年底，中国百货商店销售规模达到104.66万亿元，较2018年略提升1.2%**，其中王府井、天虹股份、鄂武商A、银座股份等营收规模突破百亿元，形成较强的区域影响力。集中度方面，中国百货行业整体格局分散，**2019年CR3/CR5分别仅为5.2%/8.0%，远低于美国同期的56.4%/76.6%**。随着并购重组的推进和百货公司未来向渠道上游延伸，与品牌商进行深度联合，行业集中度提升空间较大。

图9：中国百货商店网点数量和销售规模情况



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图10：中国百货行业集中度与国际市场对比情况

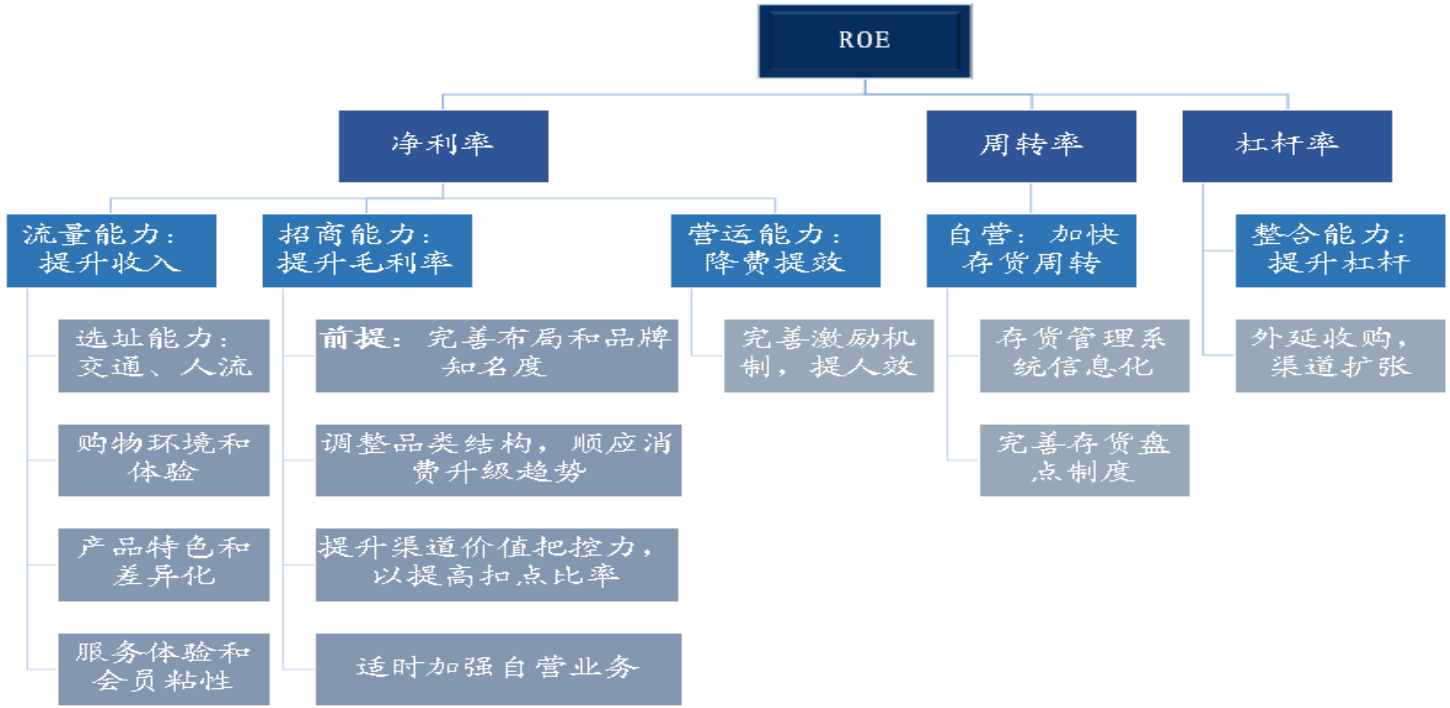


资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

基本面提升手段一：修炼内功

- 为破除发展困境，各百货公司已着手转型升级，提升公司经营和盈利水平，主要包括**提升内部经营效率和推进业态转型升级**两方面。
- 内部提效方面，我们认为行业内公司同质性强，核心竞争力是商圈流量经营、产品特色差异化、优质购物体验等，并考虑到**百货企业联营+自营的商业模式特征，可以从以下几个方面来提升ROE水平：**

图11：百货公司指标分拆：如何提升ROE水平



资料来源：百货上市公司公告、国信证券经济研究所整理

基本面提升手段一：修炼内功

- 目前，百货企业主要有联营、自营和租赁三种经营模式，其中以联营模式为主。考虑到经营模式特点，各公司正从吸引客流、提高招商水平、强化自营模式等方面提升内部经营成效。如天虹股份通过顾客亲密、生活美学、愉悦体验增厚门店的服务价值与差异化特色，提高客流和收益；王府井加强自营业务的推进，自营规模不断加大，自营模式营收占比从2016年的12.71%提升至了2019年的14.45%。

图12：百货公司主要经营模式分析

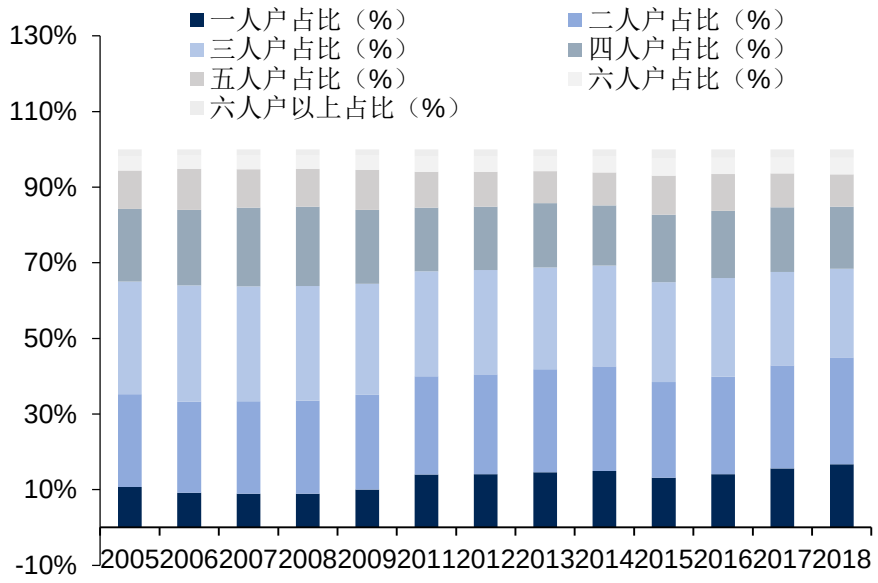
经营模式	利润来源	收入确认	毛利率（以王府井为例）	核心特征	优势	不足
租赁	租金收入	按期确认固定租金收入	-	-	受商户经营状况影响的风险较小	无法有限享受商户的成长性收益
自营	商品购销差价	按自营品牌专柜销售额全额确认收入	19%左右	百货方全额承担商品所有权相关的风险和收益	重塑对商品、价格和服务的把控能力；提升毛利水平	资金链压力增大、买手制度待培育
联营	保底+商品销售扣点	目前是按总额的法确定收入	16%左右	百货方提供统一营销策划和顾客服务；商品未售出前，商品仍归属供应商，百货方不承担贬值、损毁风险	规避采购、销售和库存等经营风险；实现基本经营收益及稳定的毛利率	品牌控制力不足，商品经营能力较低。

资料来源：百货上市公司公告、中国知网、国信证券经济研究所整理

基本面提升手段二：业态转型升级

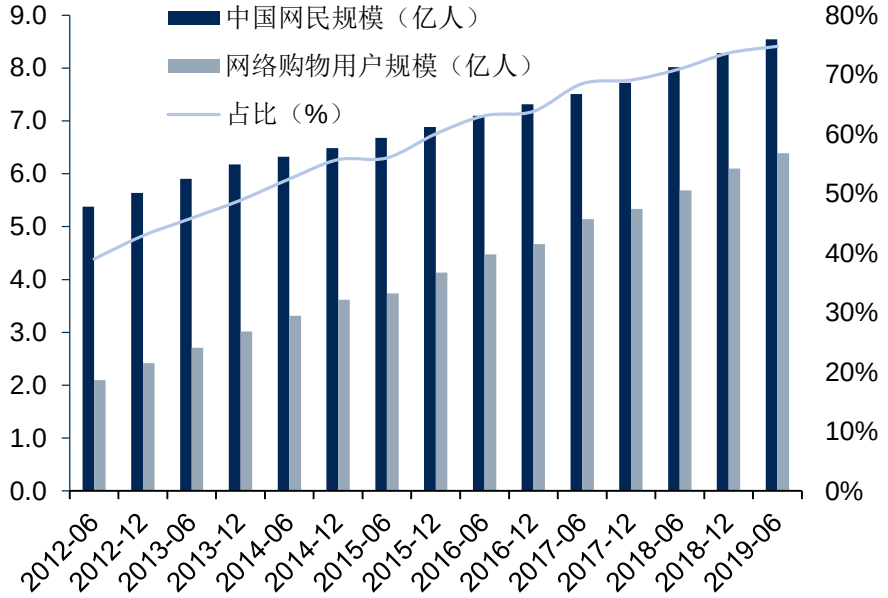
- 此外，百货公司也在积极推进业态转型升级，以提升基本面状况，包括完善百货、购物中心、奥特莱斯和超市等多业态布局格局；拥抱新零售，推进数字化转型；积极争取免税等消费回流红利等。
- 实际上，百货公司转型升级的本质正是我们前文提到的，**在消费者产品需求和消费习惯变化导向下，沿着新流量在哪里，就往哪里走的思路进一步开拓布局。**

图13：1-2人户家庭占比提升



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图14：中国网络购物用户规模持续增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基本面提升手段二：业态转型升级

■ 百货公司正在积极推进业态转型升级，以提升基本面状况，包括完善百货、购物中心、奥特莱斯和超市等多业态布局格局；拥抱新零售，推进数字化转型；积极争取免税等消费回流红利等，我们将在下文进行详细解读。

表1：重点百货公司推动多业态布局和数字化转型升级的举措

企业	多业态布局		数字化转型
王府井	百货	截止2019年底，下辖百货业态门店30家，涉及18个省、市、自治区，主营收入贡献占比为69.96%左右。	围绕实体业务和顾客需求，搭建了微信商城、微信社群、直播间等流量入口；王府井网上商城开通了微信端、天猫旗舰店等多个入口，支持线上订购送货上门、线上支付到店核销，线上订购到店提货等跨渠道购物体验。
	奥特莱斯	截至2019年底，公司拥有“赛特奥莱”与“王府井奥莱”两个奥莱品牌7家门店，主营收入贡献占比达到17.88%。2017-2019年奥莱业态的营收增速分别达到41.23%/8.52%/24.75%。	
	购物中心	截至2019年底，公司下辖购物中心业态门店15家，主营收入贡献占比12.16%，已成为公司发展的重要业态之一。	
	超市	2017年9月，与首航国力商贸合作，成立合资公司共同发展连锁超市业务。公司目前拥有“王府井生活超市”、“王府井首航超市”、“王府井吉选超市”三大品牌。	
	免税	2020年7月，投资设立北京王府井免税品经营公司，用于开展免税品经营等业务。	
天虹股份	百货	公司近年来积极推进百货楼层主题化、购物中心化转型。截至2019年底，公司下辖综合百货门店68 家，可比店营收占比为56.04%，较2017年下降7.86pct。	公司以天虹APP作为数字化的统领，是天虹的会员中心、商品中心、营销中心、大数据中心和流量共享中心；整合多渠道业务系统，统一数据架构，构建“数据+业务”双引擎驱动体 系，形成了以中台支撑的全链路生态化数字系统。
	超市	2016年推出全新超市业态Sp@ace，定位并于2017年1月开业首店。截止2019年底，超市业态门店数达97家，可比店营收占比36.64%，较2017年提升9.04pct。	
	购物中心	2013年10月落地首家购物中心，并积极推动积极推进现有实体门店向购物中心化。截止2019年底共经营购物中心24家，可比店营收占比6.45%，可比店出租率达到98%以上。	
	便利店	2014年拓展并运营便利店业务，自建+收购两手抓，截止2019年底共有便利店业态171 家，营收占比0.87%，同店增速达到11.51%。	

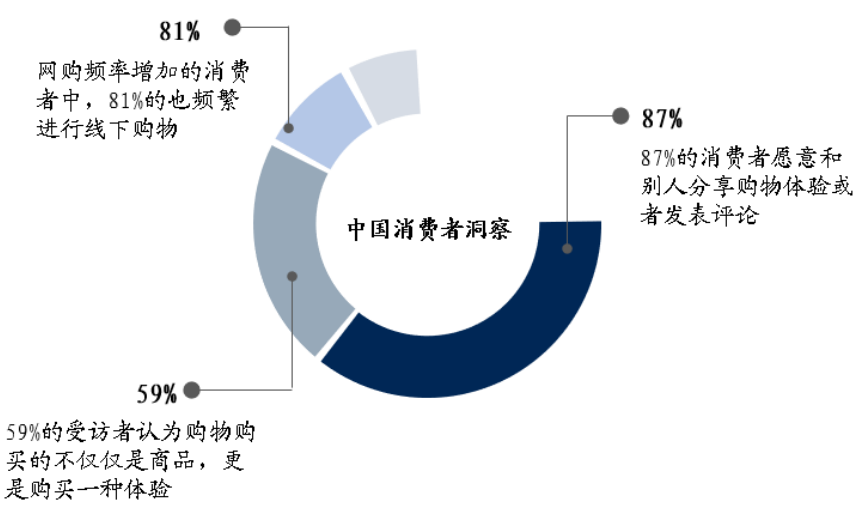
资料来源: 各公司公告和官网、国信证券经济研究所整理

●行业内功：内生提效，横向扩张

百货价值尚存：商品集中可触达、消费场景多元丰富

- 如前文所述，百货经营近年面临着外部业态分流、消费增速放缓等多方压力，行业规模收缩明显，传统百货倒闭的案例也层出不穷。但我们认为百货公司本身并不会退出市场，而是正处于转型变革的历史阶段。
- 从实际数据来看，**百货仍然是优质的消费渠道，在消费者购物行为场景化、社交化的趋势下**，其正利用**商品集中可触达、消费场景多元丰富的优势**，通过全渠道购物体验将顾客拉回线下，全国商场客流指数呈现上升趋势。百货企业应充分抓住机遇，通过内部改革提效、数字化变革、业态转型升级等来提升竞争力。

图15：消费者注重社交性和场景式购物体验



资料来源：《2018埃森哲中国消费者洞察》、国信证券经济研究所整理
注：样本量4060

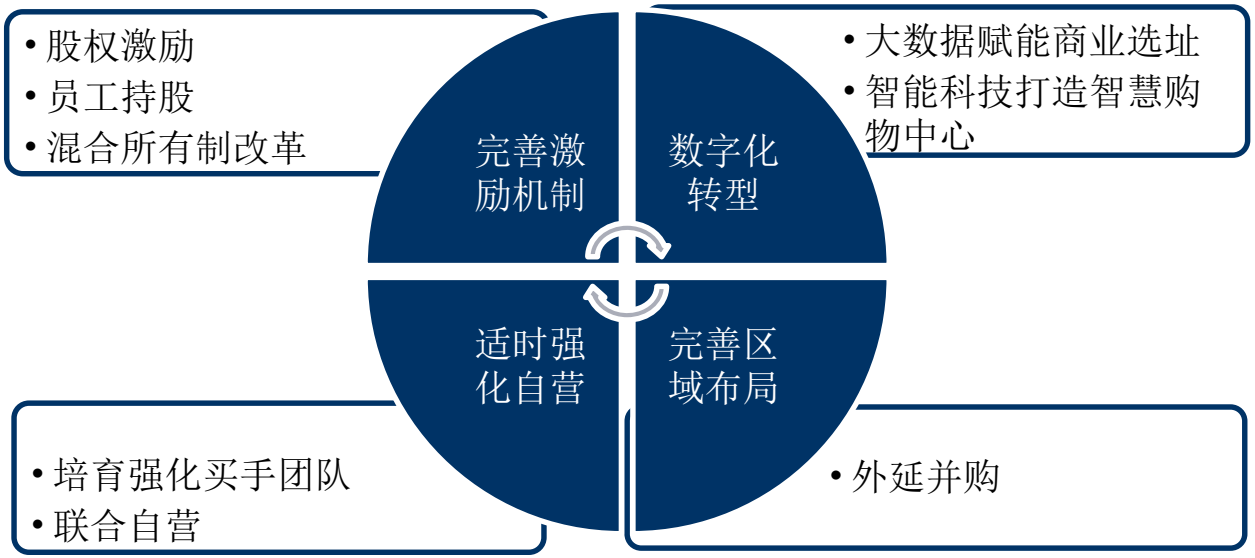
图16：全国商场客流指数呈现上升趋势

资料来源：汇纳科技、国信证券经济研究所整理　　注：WTI=测算日客流量/基期客流量*100

行业内功：内生提效+横向扩张

■ 前文分拆百货公司ROE指标后，我们可以发现营运能力、流量能力、招商能力影响着百货公司的净利率水平，提升这些指标数据可以通过完善激励机制、数字化转型和完善区域布局以强化渠道议价能力来实现，同时适时强化自营模式，提升对商品的把控力。

图17：百货公司提升净利率水平的具体举措

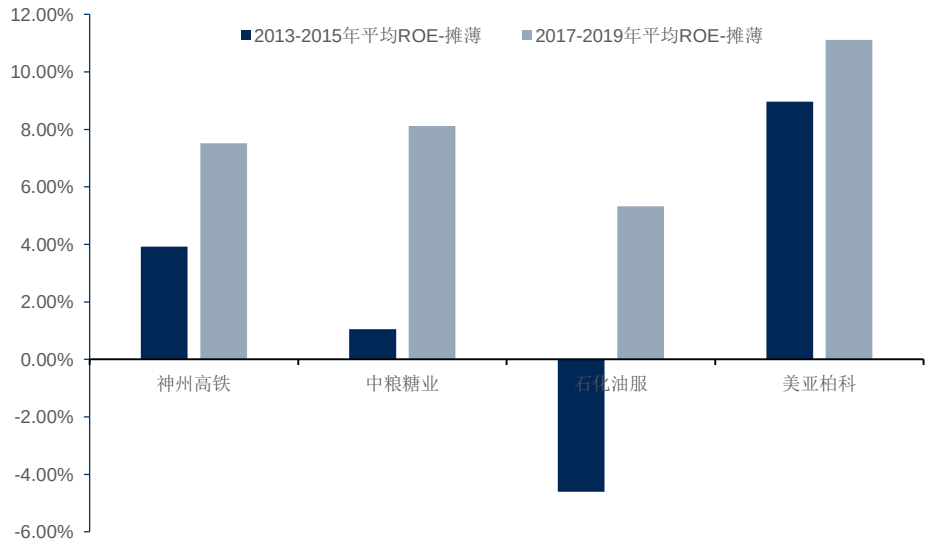


资料来源：CCAGM、国信证券经济研究所整理

国企改革：激发企业活力，提升盈利水平

- 《国企改革三年行动方案（2020-2022）》已由中央深改委审议通过，百货公司具备明显国资属性，**有望通过改革释放活力，提升经营效率**，我们认为具体措施可包括：1）**股权激励/员工持股：**股权上的高管激励及员工持股，以及业绩上的超额业绩现金奖励，有效激发员工积极性，并绑定高管与上市公司利益，实现公司的长效稳定发展；2）**混合所有制改革：**混改主要通过引入战略投资，改善经营管理机制，提升外延扩张潜力，增强综合竞争力；3）**资源整合：**大股东资产注入，包括整合集团产业链资产，解决同业竞争等问题，引入社会资本，开发或收购资产资源。
- 从实际案例来看，中证央企指数成分中，神州高铁、中粮糖业、石化油服、美亚柏科等央企均在2016年实施了股权激励方案，而实施后它们2017-2019年ROE均值全部高于2013-2015年的均值。

图18：部分央企实施股权激励后ROE-摊薄（%）提升

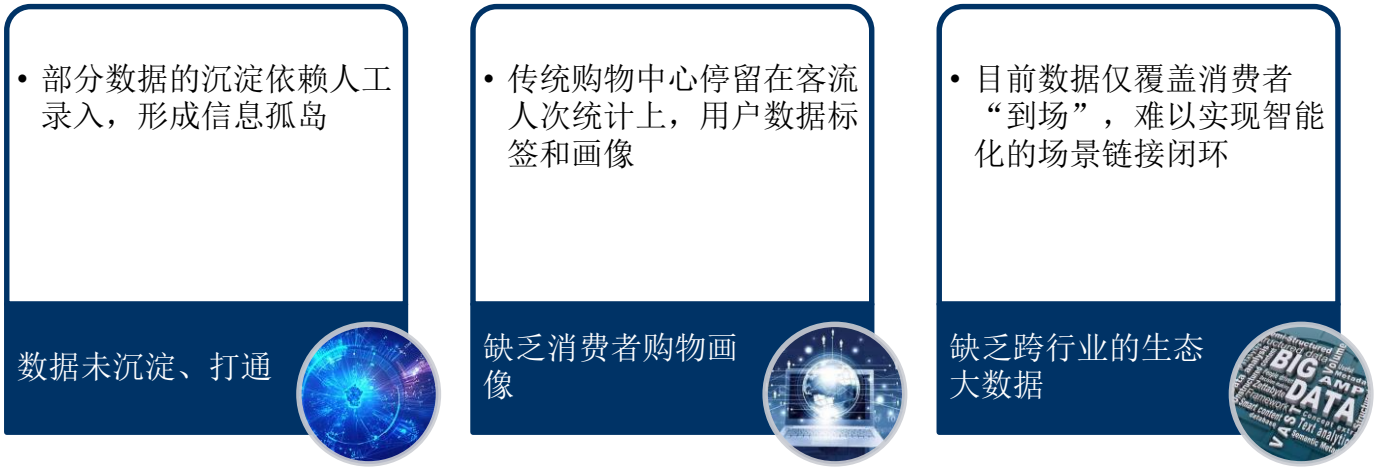


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

数字化转型：基于数据主线，探索降本增效

- 实际上，在百货业内，数字化并非新词，2015年阿里入局银泰百货时便引起过关于“互联网+零售”的讨论，友阿股份也在同年与企业应用软件解决方案提供商SAP公司达成合作，欲借助SAP的技术支持，实现会员、商品、订单、积分、支付、导购、配送、物流等线上线下的全面打通。
- 但总体而言，百货零售商在数字化转型道路上存在一些不足，如部门之间有限的数据未实现打通、分析；消费者数据停留在客流量统计上，缺少对用户图谱的描绘等。

图19：商业地产数字化转型遇到的问题和挑战



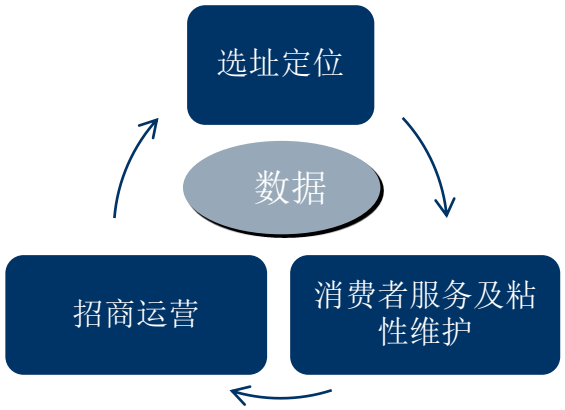
资料来源：阿里云研究中心、埃森哲、国信证券经济研究所整理

数字化转型：基于数据主线，探索降本增效

■ 基于百货运营的三大核心环节：选址定位、招商运营、消费者服务，我们总结认为百货公司数字化转型从消费者数据出发，主要围绕三个维度展开，以实现降本增效。

- 选址定位：抓取及分析商圈周边5公里的地理环境、客群结构及偏好、交通运营、竞对和配套设施数据，做好选址合理、定位明晰，为后期招商运营（增强议价能力，提高扣点率）和消费者服务打好基础。
- 招商运营：从用户数据出发，引入合适的渠道商和品牌商，以商品组合和品牌影响力实现聚客，提升营收能力；运营上，通过对客流量、交易量等数据进行交叉分析，可**对租户实行动态灵活分成条款及依据消费者场内数据对商铺位置进行适当调整**，挖掘店铺关联性，即增加客流也提升坪效。
- 消费者服务与粘性维护：一方面，如前文所诉，场景化和体验式消费趋势日益明显，**通过客户标签画像实行分群营销及可行化服务，可提升用户粘性**；另一方面，百货/购物中心基于多维数据分析，利好**推出合适的主题风格、广告铺设，提升投资回报率。**

图20：百货数字化转型围绕三大核心环节展开

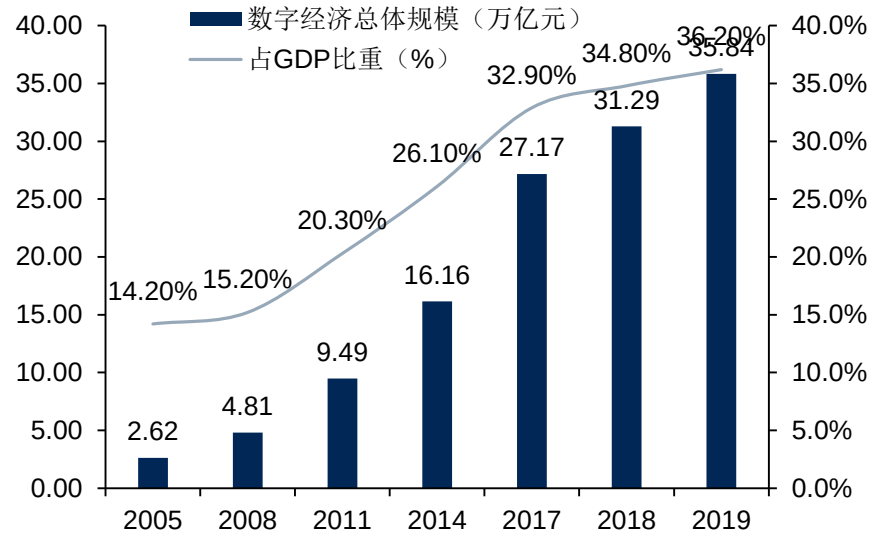


资料来源：联商网、CCAGM、国信证券经济研究所整理

数字化转型：基于数据主线，探索降本增效

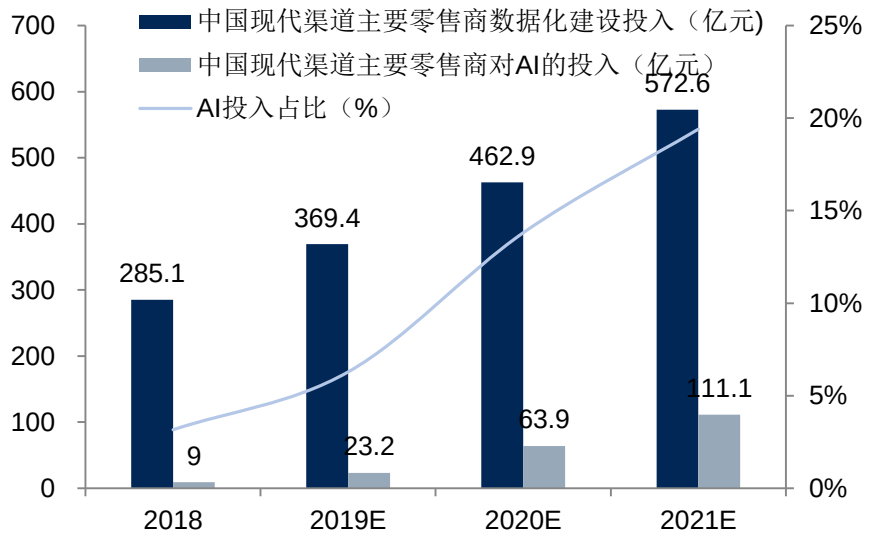
- 一方面**数字技术的日益成熟为百货商的数字化转型提供了底层技术支持**，据中国信通院统计数据，中国数字经济增加值规模从2014年的16.16万亿元增加至了2019年的35.8万亿元，复合增速达到17.27%。
- 另一方面，**各大零售商也在不断加大信息技术的投入**，据艾瑞咨询统计数据，2018年中国现代渠道主要零售商数字化建设投入为285.1亿元，其中AI投入为约9亿元，占比3.15%。预计到2022年数字化建设投入将突破700亿元，其中AI投入将超过178亿元，占比超过25%。

图21：中国数字经济总体规模及占GDP比例情况



资料来源：中国信通院、国信证券经济研究所整理
注：规模为增加值口径

图22：中国现代渠道主要零售商数字化建设的投入情况

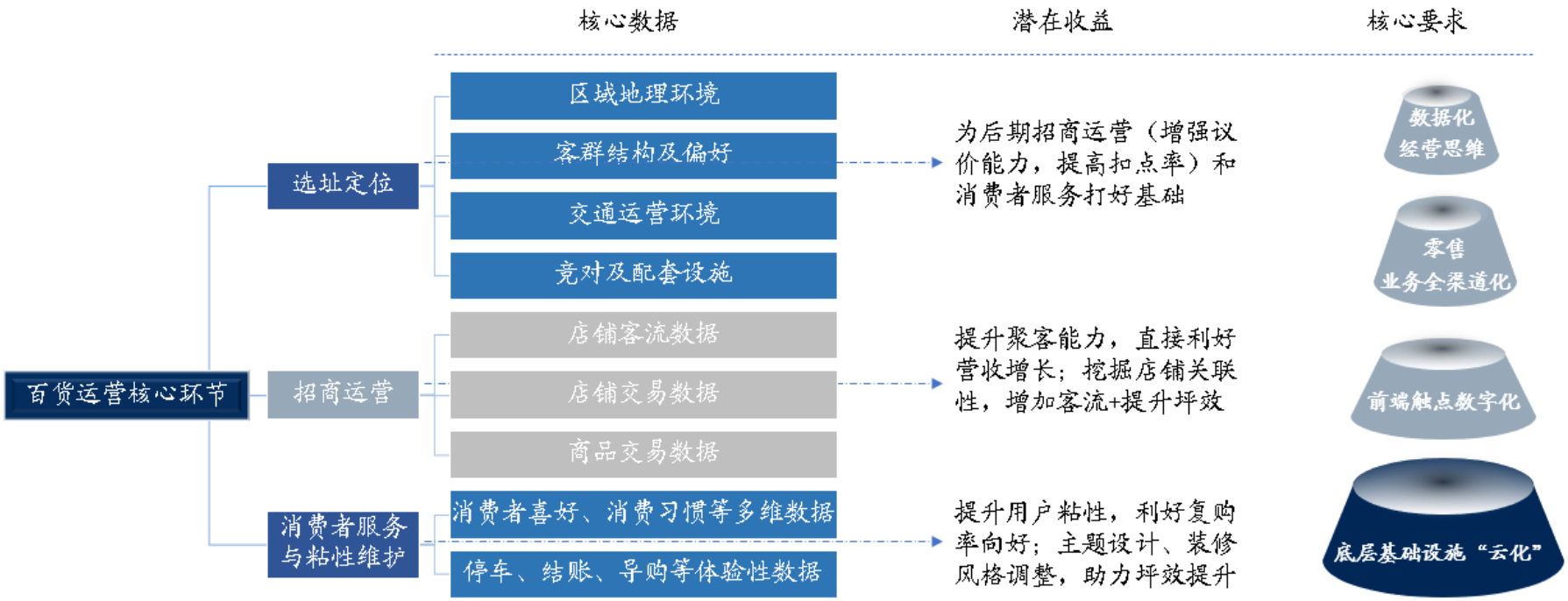


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

数字化转型：基于数据主线，探索降本增效

■ 从实际数据来看，以数字化转型排头兵——天虹股份为例，其2019年整体数字化会员人数约2355万，同比增长43.25%，全年线上销售额增长42%。超市“天虹到家”销售同比增长43%。同时在数据支撑基础上持续试行一楼街区化、其他楼层主题编辑化调整，带来王庄天虹毛利坪效同比增长21%、新奥天虹毛利坪效同比增长16.6%。

图23：一图说明百货零售商数字化转型



资料来源：阿里云研究中心、埃森哲、国信证券经济研究所整理

横向扩张：完善异地区域布局

■ 零售商实施连锁化经营，通过异地扩张并不断扩张规模，一方面可强化区域布局，另一方面**有利于取得与强势品牌对等的合作地位，提升对上游的议价能力**。

表2：近年来百货领域主要收购事件

收购方	主营业态	截至19年底门店网络	业绩（2019A）	被收购方	收购内容	收购时间	备注
广百股份	百货+购物中心+超市+钟表店	百货19家，购物中心4家；超市2家；钟表店1家	营收80.19亿元（+5.33%）；归母净利润1.13亿元（-43.98%）	友谊集团	拟友谊集团100%股权	2020年6月	董事会预案阶段
苏宁易购	零售+物流	各类自营店面3630家	营收2692.29亿元（+9.91%）；归母净利润98.43亿元（-26.15%）	万达百货	27亿元购买万达百货持有的37家百货门店	2019年2月	
茂业商业	百货+购物中心+奥莱+超市	共22家	营收122.34亿元（-6.65%）；归母净利润12.59亿元（+4.56%）	泰州一百 重庆茂业	5.66亿元收购97.31%的股份 4.03亿元收购100%股权，涉及1家百货门店（茂业江北店）	2018年11月 2018年3月	
汇嘉时代	百货+购物中心+超市	6家百货、3家购物中心、12家超市	营收44.03亿元（+21.49%）；归母净利润0.28亿元（-60.41%）	好家乡超市	1.33亿元受让好家乡超市49%股权，涉及现有11家门店及1家配送中心 以1249万元增资好家乡超市并取得51.00%的股权	2018年8月 2017年9月	
银泰百货	百货+购物中心	-	-	西安开元	33.62亿元收购100%股权，涉及5家百货门店	2018年4月	
合肥百货	百货+家电+超市	253家实体经营门店	营收109.09亿元（+2.21%），归母净利润1.60亿元（-28.90%）	台客隆超市	合计8525万元获得台客隆超市68.75%股权	2017年1月	

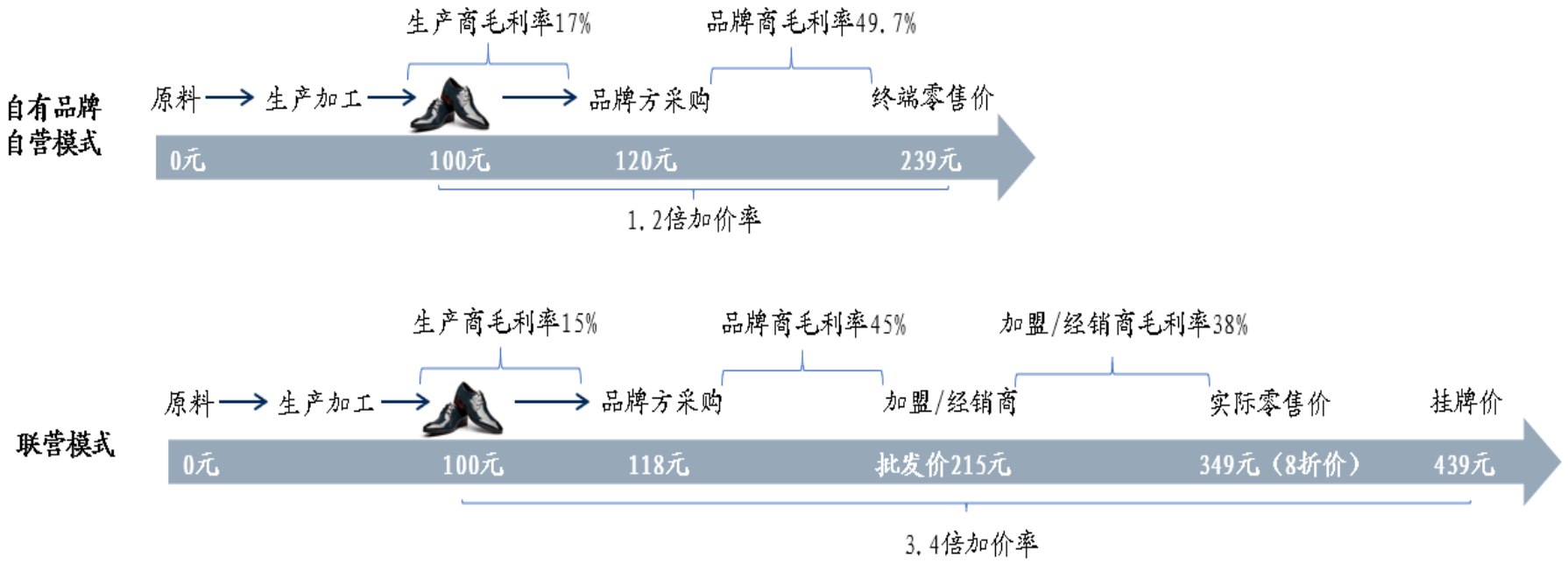
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

适时自营：培育“商品力”，提升毛利水平

■ 传统百货以联营模式为主流，通过这种模式百货公司能够强化风险防御能力，但其商品经营能力、品牌控制能力、对市场和商品的理解能力则相对较弱。同时，联营模式下价格形成链条较长，百货店作为销售终端的毛利空间被进一步压缩，且面对高加价率而无定价权，在**电商时代对消费者吸引力降低**。而**开展自营则有利于百货企业提高定价权，从而 获得利润空间；把控商品质量及根据消费者习惯实现产品差异化竞争等。**

图24：百货公司联营模式价格形成链较长

以一双中端偏低男士皮鞋为例

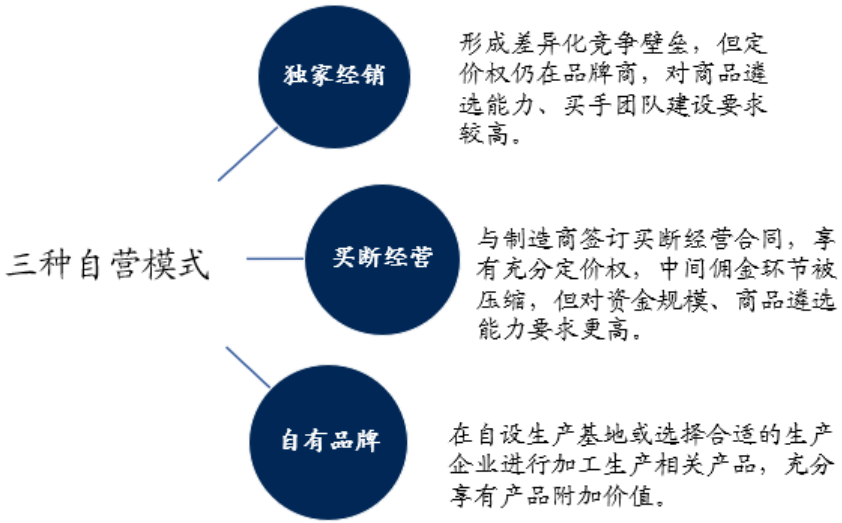


资料来源：公司公告、智研咨询、国信证券经济研究所整理

适时自营：培育“商品力”，提升毛利水平

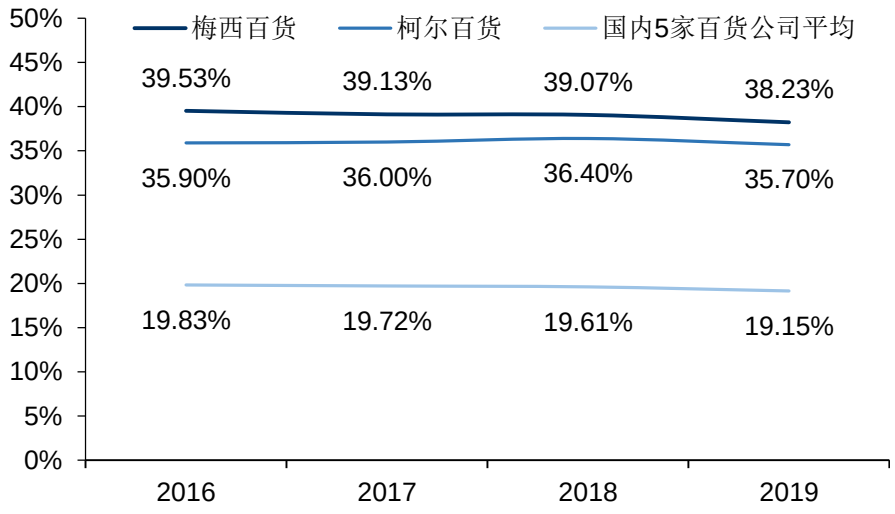
- 而从海外经验看，**梅西百货、柯尔百货等自营占比较高、具备较强自有品牌开发、销售能力的企业，毛利率可达到30%以上**。如柯尔百货2017-2019财年自有品牌销售占比分别为42%/39%37%，对应毛利率分别为36%/36.4%/35.7%，远高于国内百货公司16%-22%的毛利率水平。
- 不过百货企业开展自营，包括独家经销、买断经营和自有品牌三种模式，**均对企业资金周转、商品经营能力和买手团队建设等均提出较高要求**，相对而言具有区域品牌优势、资金规模优势区域龙头有望率先强化自营模式。

图25：百货公司三种主流自营模式



资料来源：CCAMG、国信证券经济研究所整理

图26：国内百货公司毛利率与国外代表公司对比情况



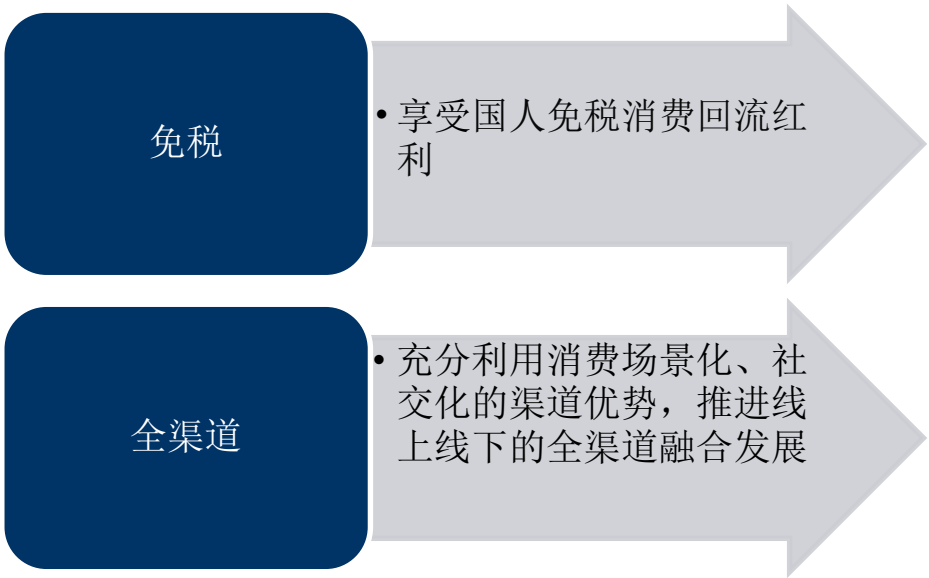
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：5家百货公司为王府井、重百、广百、鄂武商A、合肥百货

●业态升级：免税与新零售成发力重点

业态升级：免税与新零售有望成为发力重点

■ **我们在2020年中期策略中提到，在做大做强内需市场的背景下，借助新兴渠道的推广来刺激消费复苏，并激活未来长期消费市场的发展，将是未来政府及企业的重要手段。**而目前**电商以及免税购物是最为行之有效的渠道方式**。无论是电商大促还是免税政策放开，本质上都是通过向消费者让利，刺激消费复苏，激活整个零售市场，同时本身这两大渠道中的客群构成也是消费能力以及习惯相对最为成熟的。而百货业态作为零售市场的重要组成部分，未来两者也将是其重要的转型方向。

图27：百货业态升级的两大主题方向

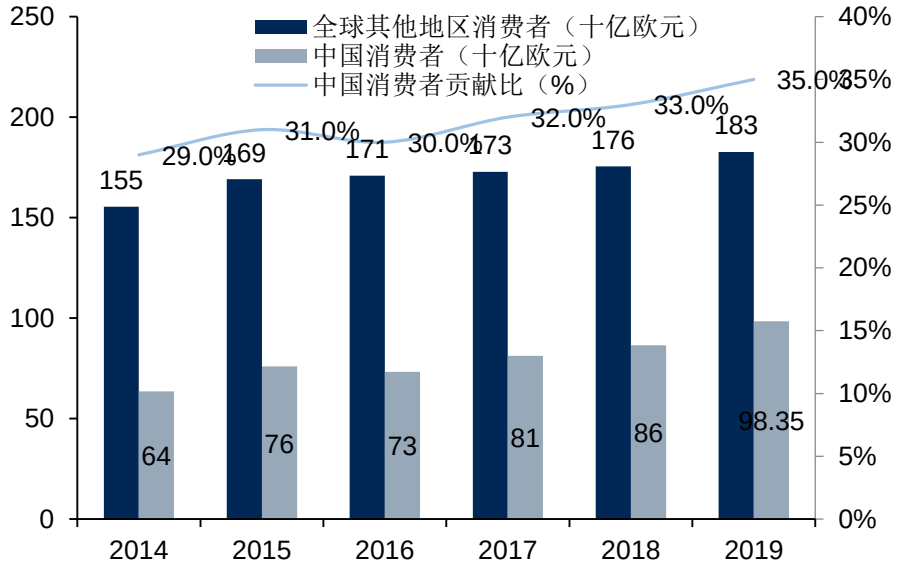


资料来源：CCAMG、国信证券经济研究所整理

免税：消费回流大趋势，市内免税空间大

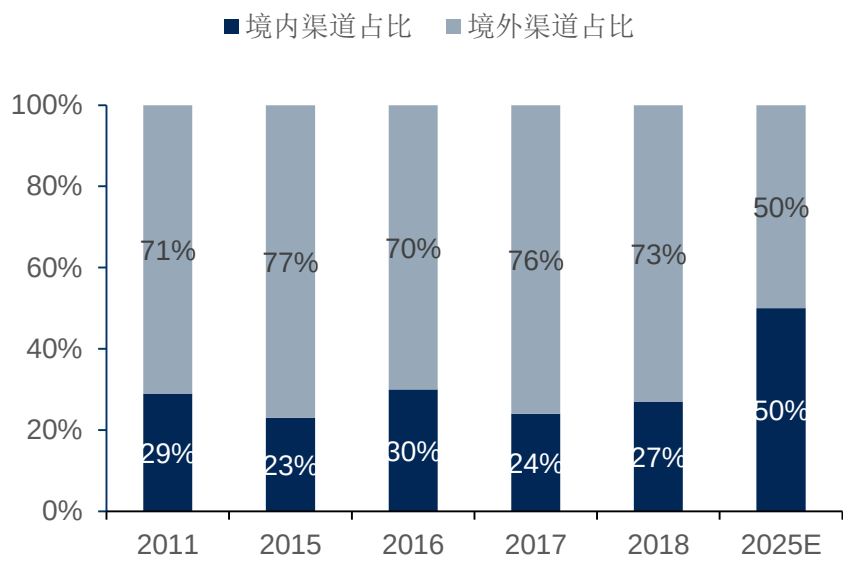
- **国人免税消费回流空间广阔：**以免税主流品类奢侈品为例，中国居民奢侈品消费规模庞大，2019达到983.5亿欧元（约8000亿元人民币），对全球奢侈品市场的贡献比例为35%，但外流较为严重，其中境外购买占比为70%左右，境内市场仅留住30%的消费。就整个免税行业而言同样如此，2018年我国免税销售额仅395亿元，但同年中国居民境外购买免税商品总体规模超过1800亿元。
- 换言之，我们认为未来随着海关监管趋严和本国免税消费崛起，海外免税消费回流将有望为国内免税行业带来翻倍的扩容机会。

图28：中国消费者对全球奢侈品市场的贡献比上升



资料来源：贝恩公司&Fondazione Altagamma、国信证券经济研究所整理

图29：中国奢侈品消费中境外渠道占比70%左右

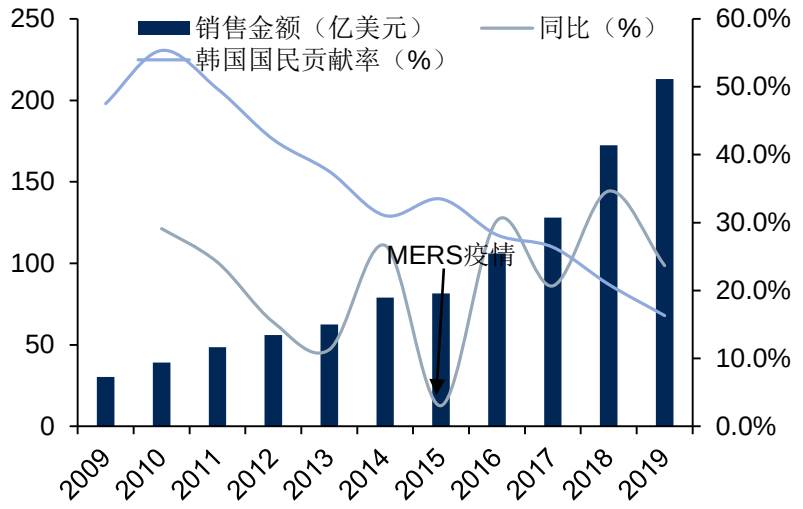


资料来源：贝恩公司&Fondazione Altagamma、国信证券经济研究所整理

免税：消费回流大趋势，市内免税空间大

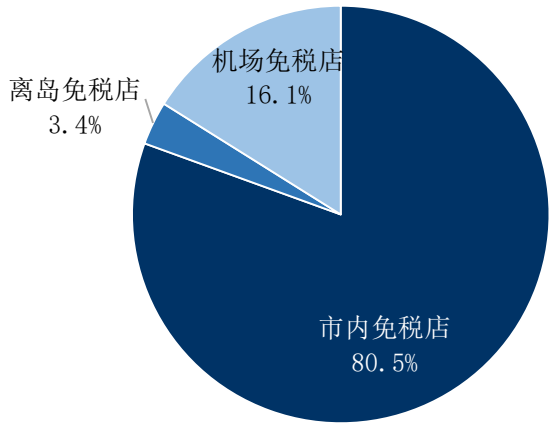
- 2020年3月，发改委发布促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见，其中市内免税店政策冠以“顶层设计”之名，纲领性意义极强，**并强调“建设一批中国特色市内免税店”等。**
- 从我国免税结构来看，2018 年国内免税市场收入规模 395 亿元，其中离岛免税 101 亿元（市内免税店占 8 成），剩余 294 亿元系出入 境口岸免税，**未来若国人离境市内免税店政策正式落地，新增丰富的国人离境市内免税购物渠道有助于国内出入境免税市场的有效扩容。**且市内免税店较机场免税渠道在产品丰富度、购物体验性及经营成本方面具有优势，有望成为承接消费回流的主要渠道。
- 对标韩国免税发展历史，其**市内免税店是免税最核心的销售渠道，**2018 年占总体免税销售额的 81%。而这离不开开放市内免税牌照、提升购买额度等利好政策。从实际数据看，2009-2013年政策持续向好的那几年，韩国本土国民对整体免税市场的贡献度较高，甚至一度超过50%，总消费额复合增速达到12.90%。

图30：韩国免税市场规模及增速情况



资料来源：韩国免税协会、国信证券经济研究所整理

图31：韩国免税业中市内免税渠道占主流



资料来源：Moodie、国信证券经济研究所整理

离境市内免税空间测算

- **国人离境市内免税店空间展望测算：**结合国信社服小组的系列报告分析，以及各城市国际机场出入境人数情况，若国人离境市内免税店政策突破，在不同假设情况下，我们预计其规模空间如下述表格所示。并且，若未来国内一二线城市皆有望落地国人离境市内免税店，且免税额度、品类及渠道能够得到国家积极的政策支持（包括网点渠道，以及额度、品类等限制的放开支持），通过有效的经营管理、品类丰富，我们预计国内离境市内免税店长线空间有望再造现有出入境免税市场规模，从而带动国内出入境免税市场近翻番增长。
- 核心假设：**1）免税额度：**目前出入境免税额度为8000元，我们假设市内免税额度有望达到同样标准，且乐观未来政策不排除进一步突破（去年5月澎湃等媒体报道上海副市长许昆林提议免税额度提升至1.3万元）
- **2）渗透率：**我们以海南省统计局公布的旅客离港人数为基数，计算得到海南省免税购物2012年渗透率为6.51%，2019年上升至13.33%。在考虑政策突破力度和相关企业经营措施情况下，我们乐观假设首年市内免税渗透率可达到8%，中性假设6%，悲观假设渗透率4%；3年后市内免税渗透率乐观条件下有望达到15%，中性假设12%，悲观假设为8%左右。
- **3）客单价：**我们参考海南离岛免税市场的客单价，其中海口日月广场免税店开业首年，客单价为2440元；成熟期来看，海南整体离岛免税市场2018年的平均客单价达到3507元。据此，我们乐观假设首年市内免税店客单价可达到2500元，与日月广场免税店相当，中性假设2000元，悲观假设1500元；三年后乐观假设客单价3500元，与海南离岛免税整体水平相当，低于三亚国际免税城客单价，中性假设3000元，悲观假设客单价为2500元左右。
- **4）机场出入境人次：**不考虑疫情影响，根据各机场出入境人次历年变化，我们认为京沪国际机场的出入境人次已进入平稳期，杭州、武汉等新一线城市则仍有一定的增长空间。
- **5）市内免税门店净利率：**由于机场扣点成本高等因素，扣点率可达到45%左右，带来京沪机场免税的净利率低于3%，而市内免税无需支付机场高额扣点，盈利能力较为强劲，参考国内外市场免税店运营情况，我们预计培育期后市内免税的净利率有望达到15-20%（其中机场提货扣点率和旅行社回扣率是重要影响因素）。

离境市内免税空间测算

- **北京：**依据上文的核心假设，我们政策落地3年后，北京的市内免税规模**乐观预期可达到71.06亿元**，中性预期有48.73亿元，中长线空间则可以达到近110亿元。3年后若净利率达到20%，则**利润空间乐观情况下有14.21亿元**，中长期利润空间近22亿元。

- **上海：**我们测算3年后，上海的市内免税规模乐观预期可达到104.56亿元，中性71.70亿元，中长线空间则可以达到160亿元。3年后若净利率达到20%，则**利润空间乐观情况下有20.91亿元**，中长期利润空间近32亿元。

表3：北京市内免税规模测算

市内免税规模（亿元）		客单价（元）					
		1500	2000	2500	3000	3500	4000
渗透率（%）	4%	8.12	10.83	13.54	16.24	18.95	21.66
	6%	12.18	16.24	20.30	24.36	28.42	32.48
	8%	16.24	21.66	27.07	32.48	37.90	43.31
	10%	20.30	27.07	33.84	40.61	47.37	54.14
	12%	24.36	32.48	40.61	48.73	56.85	64.97
	14%	28.42	37.90	47.37	56.85	66.32	75.80
	15%	30.45	40.61	50.76	60.91	71.06	81.21
	16%	32.48	43.31	54.14	64.97	75.80	86.63
	18%	36.55	48.73	60.91	73.09	85.27	97.45
	20%	40.61	54.14	67.68	81.21	94.75	108.28

资料来源:各城市边检站、海南省统计局、海口海关、国信证券经济研究所整理预测

表4：上海市内免税规模测算

市内免税规模（亿元）		客单价（元）					
		1500	2000	2500	3000	3500	4000
渗透率（%）	4%	11.95	15.93	19.92	23.90	27.88	31.86
	6%	17.92	23.90	29.87	35.85	41.82	47.80
	8%	23.90	31.86	39.83	47.80	55.76	63.73
	10%	29.87	39.83	49.79	59.75	69.70	79.66
	12%	35.85	47.80	59.75	71.70	83.65	95.59
	14%	41.82	55.76	69.70	83.65	97.59	111.53
	15%	44.81	59.75	74.68	89.62	104.56	119.49
	16%	47.80	63.73	79.66	95.59	111.53	127.46
	18%	53.77	71.70	89.62	107.54	125.47	143.39
	20%	59.75	79.66	99.58	119.49	139.41	159.32

资料来源:各城市边检站、海南省统计局、海口海关、国信证券经济研究所整理预测

离境市内免税空间测算

■ **广州：**我们测算3年后，广州的市内免税规模**乐观预期可达到51.82亿元**，中性预期有35.53亿元，中长线空间则可以达到78.96亿元。3年后若净利率达到20%，则**利润空间乐观情况下有10.36亿元**，中长期利润空间达15.79亿元。

■ **深圳：**我们测算3年后，深圳的市内免税规模乐观预期可达到17.98亿元，中性12.33亿元，中长线空间则可以达到27.4亿元。3年后若净利率达到20%，则利润空间乐观情况下有3.60亿元，中长期利润空间近5.48亿元。考虑到部分游客选择前往港澳机场出境等因素，预计深圳的市内免税空间会进一步扩大。

表5：广州市内免税规模测算

市内免税规模（亿元）		客单价（元）					
		1500	2000	2500	3000	3500	4000
渗透率（%）	4%	5.92	7.90	9.87	11.84	13.82	15.79
	6%	8.88	11.84	14.81	17.77	20.73	23.69
	8%	11.84	15.79	19.74	23.69	27.64	31.58
	10%	14.81	19.74	24.68	29.61	34.55	39.48
	12%	17.77	23.69	29.61	35.53	41.45	47.38
	14%	20.73	27.64	34.55	41.45	48.36	55.27
	15%	22.21	29.61	37.01	44.42	51.82	59.22
	16%	23.69	31.58	39.48	47.38	55.27	63.17
	18%	26.65	35.53	44.42	53.30	62.18	71.06
	20%	29.61	39.48	49.35	59.22	69.09	78.96

资料来源:各城市边检站、海南省统计局、海口海关、国信证券经济研究所整理预测

表6：深圳市内免税规模测算

市内免税规模（亿元）		客单价（元）					
		1500	2000	2500	3000	3500	4000
渗透率（%）	4%	2.06	2.74	3.43	4.11	4.80	5.48
	6%	3.08	4.11	5.14	6.17	7.19	8.22
	8%	4.11	5.48	6.85	8.22	9.59	10.96
	10%	5.14	6.85	8.56	10.28	11.99	13.70
	12%	6.17	8.22	10.28	12.33	14.39	16.44
	14%	7.19	9.59	11.99	14.39	16.78	19.18
	15%	7.71	10.28	12.84	15.41	17.98	20.55
	16%	8.22	10.96	13.70	16.44	19.18	21.92
	18%	9.25	12.33	15.41	18.50	21.58	24.66
	20%	10.28	13.70	17.13	20.55	23.98	27.40

资料来源:各城市边检站、海南省统计局、海口海关、国信证券经济研究所整理预测

离境市内免税空间测算

- **杭州：**我们测算3年后，杭州的市内免税规模**乐观预期可达到16.75亿元**，中性预期有11.49亿元，中长线空间则可以达到25.53亿元。3年后若净利率达到20%，则**利润空间乐观情况下有3.35亿元**，中长期利润空间达5.11亿元。

- **武汉：**我们测算3年后，武汉的市内免税规模乐观预期可达到9.70亿元，中性6.65亿元，中长线空间则可以达到14.78亿元。3年后若净利率达到20%，则利润空间乐观情况下有1.94亿元，中长期利润空间近2.96亿元。

表7：杭州市内免税规模测算

市内免税规模（亿元）		客单价（元）					
		1500	2000	2500	3000	3500	4000
渗透率（%）	4%	1.91	2.55	3.19	3.83	4.47	5.11
	6%	2.87	3.83	4.79	5.74	6.70	7.66
	8%	3.83	5.11	6.38	7.66	8.93	10.21
	10%	4.79	6.38	7.98	9.57	11.17	12.76
	12%	5.74	7.66	9.57	11.49	13.40	15.32
	14%	6.70	8.93	11.17	13.40	15.64	17.87
	15%	7.18	9.57	11.97	14.36	16.75	19.15
	16%	7.66	10.21	12.76	15.32	17.87	20.42
	18%	8.62	11.49	14.36	17.23	20.10	22.97
	20%	9.57	12.76	15.95	19.15	22.34	25.53

资料来源:各城市边检站、海南省统计局、海口海关、国信证券经济研究所整理预测

表8：武汉市内免税规模测算

市内免税规模（亿元）		客单价（元）					
		1500	2000	2500	3000	3500	4000
渗透率（%）	4%	1.11	1.48	1.85	2.22	2.59	2.96
	6%	1.66	2.22	2.77	3.33	3.88	4.44
	8%	2.22	2.96	3.70	4.44	5.17	5.91
	10%	2.77	3.70	4.62	5.54	6.47	7.39
	12%	3.33	4.44	5.54	6.65	7.76	8.87
	14%	3.88	5.17	6.47	7.76	9.06	10.35
	15%	4.16	5.54	6.93	8.32	9.70	11.09
	16%	4.44	5.91	7.39	8.87	10.35	11.83
	18%	4.99	6.65	8.32	9.98	11.64	13.31
	20%	5.54	7.39	9.24	11.09	12.94	14.78

资料来源:各城市边检站、海南省统计局、海口海关、国信证券经济研究所整理预测

离境市内免税空间测算

■ **重庆：**我们测算3年后，重庆的市内免税规模**乐观预期可达到9.85亿元**，中性预期有6.75亿元，中长线空间则可以达到15亿元。3年后若净利率达到20%，则**利润空间乐观情况下有1.97亿元**，中长期利润空间达3亿元。

表9：重庆市内免税规模测算

市内免税规模（亿元）		客单价（元）					
		1500	2000	2500	3000	3500	4000
渗透率（%）	4%	1.13	1.50	1.88	2.25	2.63	3.00
	6%	1.69	2.25	2.81	3.38	3.94	4.50
	8%	2.25	3.00	3.75	4.50	5.25	6.00
	10%	2.81	3.75	4.69	5.63	6.56	7.50
	12%	3.38	4.50	5.63	6.75	7.88	9.00
	14%	3.94	5.25	6.56	7.88	9.19	10.50
	15%	4.22	5.63	7.03	8.44	9.85	11.25
	16%	4.50	6.00	7.50	9.00	10.50	12.00
	18%	5.06	6.75	8.44	10.13	11.82	13.50
	20%	5.63	7.50	9.38	11.25	13.13	15.00

资料来源:各城市边检站、海南省统计局、海口海关、国信证券经济研究所整理预测

百货分享免税红利，国资龙头优势凸显

- 当前，王府井已获得免税品经营资质，百联股份、鄂武商A、南宁百货等多家百货公司也已申请免税商品经营资质。我们认为免税运营商在经营过程中，规模化优势十分重要。一是依托规模和运营优势的持续提升，可争取更加丰富的品牌品类 SKU （包括上新速度）以及更具有竞争力的价格，从而争取将免税消费留至国内；二是购物渠道更加便利和多元化，扩大消费者覆盖面，推动免税消费回流这一核心出发点。
- 从这一点来看，预计未来中免作为国内免税霸主，规模优势下运营实力长期仍将占据主导。但**同时优质国资百货龙头凭借前期积累的供应链优势，优质地段网点的布局， 品牌商的合作基础等优势，形成较强中高端零售运营实力，同样有望在政策放开前提下，不排除通过合作等方式，共同分享免税市场大蛋糕。**

图32：国资背景百货公司一览

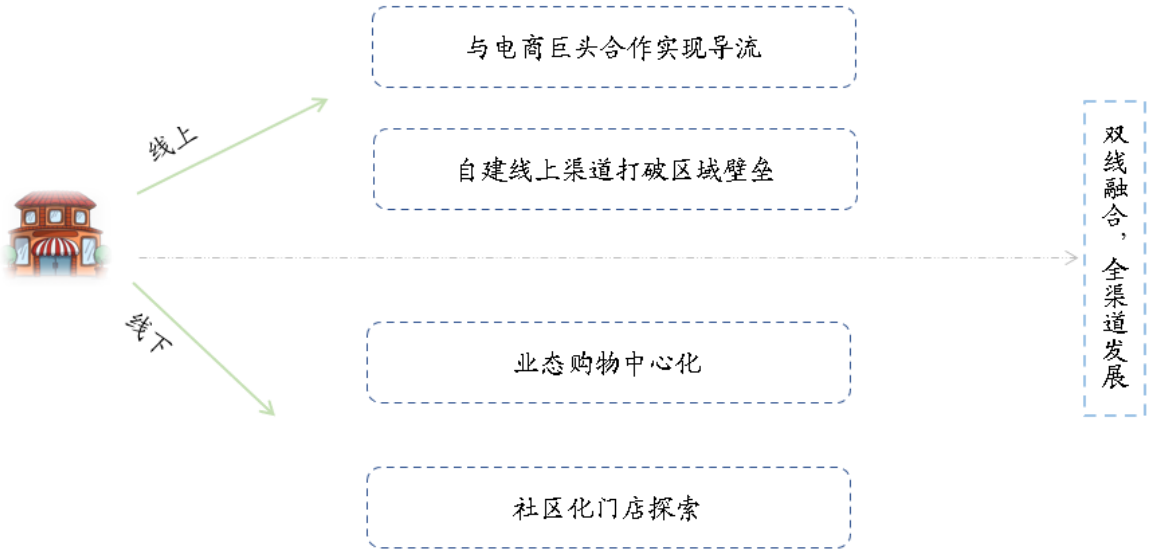
证券简称	实控人
王府井	北京市国资委
首商股份	北京市国资委
欧亚集团	长春市国资委
银座股份	山东省国资委
百联股份	上海市国资委
杭州解除	杭州市国资委
广百股份	广州市国资委
南宁百货	南宁市国资委
重庆百货	重庆市国资委
鄂武商A	武汉市市国资委
合肥百货	合肥市国资委

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

全渠道零售：双线融合大势所趋，百货渠道仍旧优势

- **如前文所述，长期来看，由于社会经济的发展，居民消费习惯的变迁，百货渠道不可避免的受到了新兴业态的冲击而走向下坡路。但整体来看百货渠道价值仍存，在消费者购物行为场景化、社交化的趋势下，**其正利用**商品集中可触达、消费场景多元丰富的优势，**通过全渠道购物体验实现新顾客的获取。
- 整体来看，零售企业的全渠道布局秉承流量在哪里，就向哪里积极尝试布局的思路。百货企业目前布局方向一是在线上通过与电商巨头合作或是自建线上渠道进行开拓，二是线下向购物中心以及社区精品店方向转型。

图33：百货企业关注融合线上线下全渠道发展



资料来源：CCAMG、国信证券经济研究所整理

线上双线融合大势所趋，借力巨头实现跨越发展

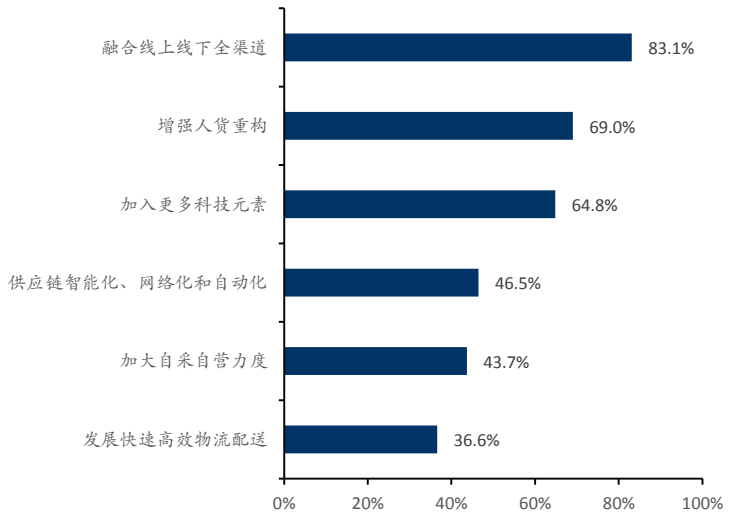
- 线上线下融合是目前百货企业最为重视的发展方向。据中国百货商业协会统一，2019年103家样本百货零售商中，83.1%的企业表示2020年融合线上线下全渠道业务是2020年发展的方向，56%的企业开设了小程序商城，36%的企业入驻了第三方零售平台。
- 具体在开拓线上渠道的过程中，百货企业自建线上渠道往往面临线上运营经验不足，新客获取成本较大等问题，**因此与电商巨头合作，通过业务层面的客群导流以及经营层面的高效系统搭建，往往能取得事半功倍的效果。**

表10：近年来百货企业与互联网巨头合作案例

百货公司	互联网企业	合作签署时间	合作事宜	简评
银座股份	阿里	2019/3/29	控股股东鲁商集团与阿里签署合作备忘录，双方将在数据云、新零售、模式转型等方面深度合作，合力打造引领未来商业模式的新零售行业标杆。	作为鲁商集团旗下商贸业务的主要载体，公司有望借助于阿里的流量和数据优势，增强业务层面的客群导流以及经营层面的高效系统搭建。
天虹股份	腾讯	2018/4/25	双方签订《天虹-腾讯战略合作谅解备忘录》，就零售数字化，智能化等领域达成战略合作。	与腾讯在数据运用、支付场景等方面展开合作，有助于天虹股份效率提升、成本降低和客户体验优化。
步步高	腾讯、京东	2018/2/14	三方签署《战略合作框架协议》，合作内容包括线上流量赋能、线下智慧化应用场景探索、构建数字化运营体系等。	与两家互联网巨头合作，有助于步步高实现线上流量的多元经营，发挥腾讯社交流量与场景优势及京东的物流、商品数字化能力等。
百联股份	阿里	2017/2/20	控股股东百联集团与签署战略合作协议，在全业态融合创新、会员体系打通、支付金融互联等六个方向开展合作。	与阿里在业务层面的合作，有利于公司丰富零售渠道，完善消费场景，并有望借助阿里丰富的流量资源实现导流。

资料来源:公司公告、腾讯网、国信证券经济研究所整理

图34：百货企业关注融合线上线下全渠道发展



资料来源：CCAMG、国信证券经济研究所整理

线上双线融合大势所趋，借力巨头实现跨越发展

- **百货业态购物中心：**百货近年来购物中心化趋势明显，背后的实质也是前文所言的顺应消费习惯变迁。**传统百货业态**实际上围绕品牌做文章，**着重商品组合或者是品牌组合，**而**购物中心**是围绕顾客做文章，**着重功能组合或为消费者提供解决方案，**如将购物、餐饮、休闲娱乐等不同业态有机组合在一起，达到规模效益最大化，增强顾客的空间体验并提升其逗留时间。如天虹百货近年来持续进行中高端升级或购物中心化转型，门店体验业态面积增大，2019年占比达到26.5%。
- **布局社区零售业态：**目前消费便利化趋势日益凸显，以及家庭小型化趋势将使得生鲜消费呈现单次采购量下降、便利性需求进一步增强，各大型商超和百货公司为此正积极布局社区零售市场，以小型门店、生鲜品类满足社区居民消费需求。

图35：百货/购物中心/社区店业态经营简介

业态	主要经营模式	主要利润来源	经营面积	经营理念
百货	联营	保底+商品销售扣点	2万㎡-8万㎡	围绕品牌展开经营，着重商品组合
社区店	自营	购销差价	不超过2千㎡	围绕社区居民日常需求展开经营，满足便利性消费需求
购物中心	租赁	租金收入	3万㎡-15万㎡	围绕消费需求展开经营，着重功能组合

资料来源：CCAMG、国信证券经济研究所整理

- 投资建议：把握估值修复机遇，享受龙头转型成效

投资建议：短抓主题催化，长看龙头经营

- 总结来看，受宏观经济波动，居民消费习惯变迁等影响，百货板块基本面整体处于下行趋势，行业整体难有内生成长逻辑，因而其行情机遇往往来自于主题性投资机会，包括与开拓**新兴渠道相关的免税和新零售主题，以及与企业效率提升相关的国改主题等，**通过打开新成长想象空间，提振板块估值。但最终的基本面兑现过程中，板块内部依旧分化明显，其中龙头公司凭较强的运营能力，能够穿越周期实现持续的业务扩张和经营提效。
- **短期来看，当前免税主题有望显著提振板块情绪：地方**国资百货在核心物业、规模化经营、渠道议价能力等方面具有相对优势，且考虑到市内免税或在出入境人数多、国际化程度高的一二线城市率先展开。据此，我们推荐关注已获免税经营资质的**王府井，**地处上海且旗下拥有多个区域知名品牌的**百联股份和**武汉地方国资背景预期有望受益一系列政策刺激的**鄂武商**等，未来也不排除通过与免税运营商合作等方式分享免税蛋糕。
- **长期来看，数字化转型将为企业长期成长赋能。**如前文所述，从消费者数据出发，围绕选址定位、招商运营和消费者服务这三大核心环节进行数字化转型，有利于百货企业降本增效。而这对于企业的底层基础设施“云”化、前端触点数字化和互联网运营思维提出要求。据此，我们推进积极推进数字化转型的样本企业**天虹股份**和已开启国企改革、战略股东具备新零售经营优势的**重庆百货**。

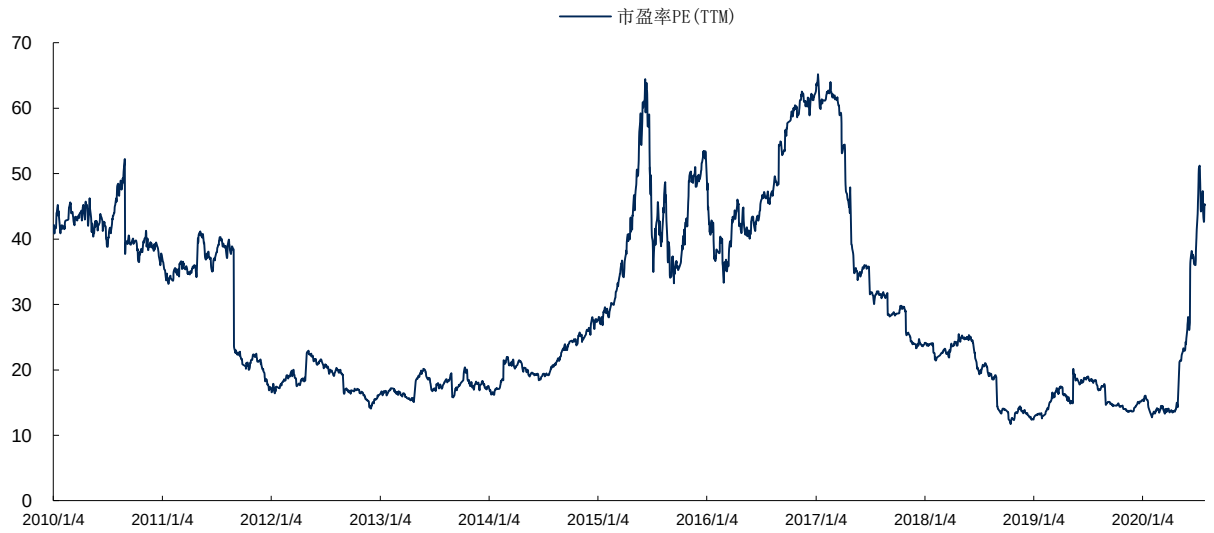
图36：百货板块投资思路

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：估值局部泡沫，部分龙头仍有修复空间

■ **从板块估值水平来看，**18年以来百货板块估值水平一直处于不断下行的状态之中，并在今年年初左右达到历史的最低位，从估值角度已经较为充分反映了前期基本面的利空因素。而2020年5月以来，受到免税主题的催化，板块估值在王府井等相关公司的带动下迅速回升，截至2020年7月30日，SW百货板块PE（TTM）为45.20倍，处于2010年以来历史较高分位。不过，考虑目前市场情绪已趋于平缓，部分公司已有所回调，而板块整体基本面仍在稳步复苏，且免税政策若有实质落地也将带来二次主题性机会。此外，**部分治理能力优异，但与前期主题相关性较弱的龙头公司估值仍处于历史低位，未来同样进一步的修复空间。**

图37：SW 百货板块指数近 10 年市盈率（TTM）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：把握估值修复机遇，享受龙头转型成效

- **天虹股份：**公司业态布局丰富，数字化转型先行先试。截至2019年底，公司已进驻广东、江西、北京共计 8 省/市的 29 个城市，经营购物中心 24 家、综合百货 68 家、超市97家和171家便利店，其中超市业态2019年同店增速达到7.95%。数字化转型方面，公司以天虹APP作为数字化的统领，整合多渠道业务系统，2019年整体数字化会员人数约2355万。全年线上销售额增长42%，百货专柜 到家销售同比增长逾三倍。
- **王府井：**王府井为北京国资委旗下的商业上市公司，目前已获免税经营资质，有望率先享受市内免税红利。截至2019年底，公司形成了百货、购物中心、奥特莱斯和超市的多业态竞争格局，在全国33个城市拥有54 家大型综合零售门店，其中自有物业18家，拥有规模化和优异的运营管理经验，有望在市内免税市场争取丰富的品牌品类 SKU （包括上新速度）以及更具有竞争力的价格。
- **重庆百货：**国企混改有望提质增效，战略股东新零售经营优势明显。2020年4月，重百混改靴子成功落地，公司控股股东商社集团由重庆市国资委持股100%变更重庆市国资委持股45%、天津物美持股45%、步步高零售持股10%。我们认为一方面市场化机制的引入有望激活公司经营活力，另一方面物美的引入有助于重百加快推进数字化转型，多点Dmall和物美深度合作进行数字化改造升级的成功经验有望赋能公司。
- 此外，我们建议也可适当关注当前已在积极申请免税牌照的地方百货龙头，兼具主题及业绩稳步修复预期，包括背靠全国消费力中心上海的**百联股份**，武汉地方国资背景预期有望受益系列政策扶持刺激的**鄂武商**等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE		
			2020/07/30	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600859	王府井	增持	60.54	1.24	0.86	1.39	48.88	70.43	43.53
002419	天虹股份	买入	10.80	0.72	0.59	0.75	15.09	18.39	14.44
600729	重庆百货	暂无	32.90	2.42	2.46	3.21	13.57	13.37	10.26

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

注：除天虹股份外，其余均为 wind 一致预测

风险提示

- 文中免税空间测算存在多个核心假设，具体参数受到免税政策、市场渗透率等因素的影响，可能存在对政策落地和渗透率过于乐观预计的风险；
- 免税政策落地可能低于预期；
- 疫情可能出现反复而影响消费市场；
- 经济持续承压影响长期零售企业销售能力。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野　本土智慧

GLOBAL VIEW　LOCAL WISDOM

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。